

分析师 王剑辉

电话 010-59366117
邮件 wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书 S0110512070001

研究助理 韩笑

电话 010-59366142
邮件 hanxiao@sczq.com.cn

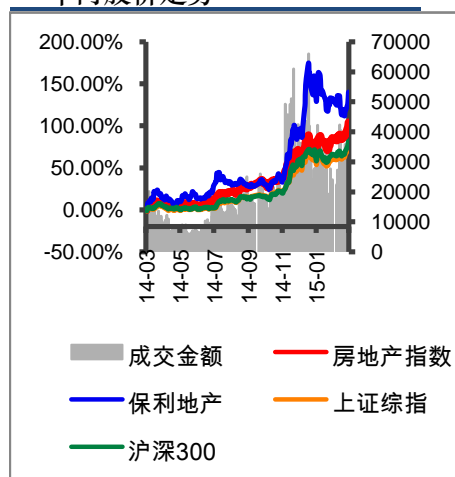
行业数据 2015/03/18

股票家数(家)	155
总市值(亿元)	21199.16
流通市值(亿元)	16983.92
平均涨跌幅(%)	2.38
每股收益(TTM, 元)	0.50

交易数据 2015/03/18

总市值(亿元)	1117.39
流通市值(亿元)	1117.39
总股本(亿股)	107.34
流通股本(亿股)	107.34
12个月价格区间	4.83~11.90(元)

一年内股价走势



➤ 业绩回顾

报告期内公司实现营业收入 1090.56 亿元，同比增长 18.08%，过去 5 年复合增长率为 32.03%，受大环境影响营收增速下滑明显。归属上市公司股东净利润为 122 亿元，同比增长 13.52%，基本每股收益 1.14 元，每 10 股派发现金红利 2.16 元（含税）。

2014 年公司实现签约销售面积 1066.61 万平方米，同比增长 0.21%，与去年基本持平，实现签约销售金额 1366.76 亿元，同比增长 9.09%，市场占有率提升 0.25 个百分点至 1.79%，稳居行业前五。在 2014 年行业整体高位回落，量价双双下跌的形势下，公司依靠管理效益的提升和总体战略的谨慎转型实现了业绩的平稳提升。

➤ 业绩点评

1. 盈利质量稳步提升

2014 年全国房地产市场投资增速创历史新低（10.5%），总体信贷支持力度不足，行政调控手段逐渐弱化，受宏观经济持续走低、周期拉长的影响，行业总体需求透支，购买力不足。全国商品房销售面积和销售金额分别同比下跌 7.6%和 6.3%。百城住宅价格指数自 2014 年 5 月起连续 8 个月环比下跌。已公布年报的 24 家房地产公司销售毛利率同比去年下降了 1.37 个百分点。在行业整体下行的趋势下，公司并未采取传统“以价换量”的销售策略，在营收规模平稳增长的基础上分别提高了销售均价与结算均价至 1.28 万元/平米和 1.11 万元/平米，实现同比增长 8.9%和 7.9%。销售毛利率达到 32.03%，基本维持以往水平，较去年轻微下降 0.13 个百分点。同年 3 季度数据显示公司销售毛利率 33.63%也领先于龙头房企万科 30.06%，招商 32.97%和金地 24.9%。

2. 精细管理初见成效

公司在行业下行趋势中展现出较强的盈利能力主要源于内部管理的提升。报告期内公司向164名内部对象行使股票期权激励计划，对应股票期权数量达到6263万份，同时累计向近200名激励对象定向发行新增股份，以激励内部员工“主人翁”及“合伙人”意识，提升主动管理。另一方面加速实现公司运营流程的标准化，完成从单一技术模块到以“康居、善居、逸居、尊居”四大品牌系列为主导产品线模块的过渡，积极推动BIM系统的应用，提高设计精度和工程建设、物业管理的效率。

在精细化管理的高效推动下，公司销售费用率同比去年下降6.91%至2.2%，管理费用率同比下降7.72%至1.58%，财务费用率同比去年相对较低的基数增长9.24%至1.17%，三项费率之和为4.95%，低于招商地产的5.20%，以及同年3季末的万科（8.35%）和金地（10.98%），处于行业极低水平。同时内部管控的提升也在一定程度上缩短了项目开发和资金回笼的周期。报告显示公司在14年新开工面积和竣工面积分别同比增长4.7%和7.9%的情况下，存货同比增速仅为11%，大大低于招商地产的29%以及去年行业平均值24.66%。而且在营收平稳增长的基础上实现预收款项仅同比增长6%，增幅同样低于行业20%的平均水平。公司在盘活存量资产，加强回款方面在行业中具有较为突出的优势。

3. 积极推进战略转型

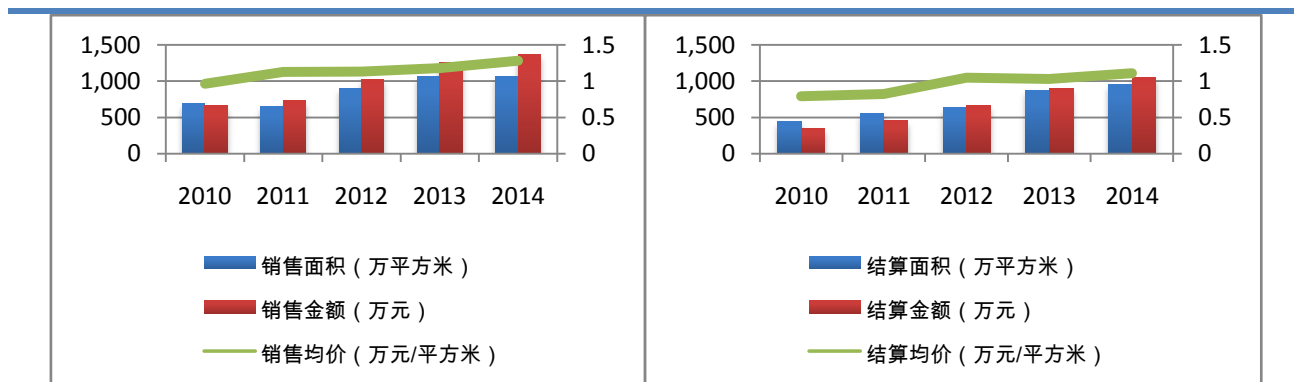
2014年公司在传统地产业务方面继续推进“3+2+X”城市群战略，聚焦珠三角、长三角、环渤海以及成渝和中部城市群毛利率较高的一二线城市，报告期内公司一二线城市拓展面积和金额的占比分别为69.5%和89.3%，容积率面积权益比例达到70%。产品结构方面以刚需住宅产品为主，144平米以下产品占比超过90%，更加迎合市场需求。

房地产基金管理规模280亿元，同比增长40%，位居行业前列。公司共建立了6个养老地产项目，北京“和熹会”项目入住率近7成，基本实现财务平衡，试点效果明显。商业地产方面，投资性房地产期末值同比大增49%至70.39亿元，全年实现租金收入10.3亿元，同比增长13.1%，考虑到商业地产资金回笼较慢的特点，未来商业地产的营收比重将稳步提升。同时公司积极加强海外布局，成立海外事业部，已投资澳大利亚悉尼埃平项目和克莱蒙项目。报告显示公司除地产开发业务之外的其他业务毛利率高达53.56%，营业收入同比去年提高12.95%至34.46亿元。公司在其他业务方向的积极探索将进一步打开公司的总体盈利空间，提高盈利质量。

➤ 风险提示

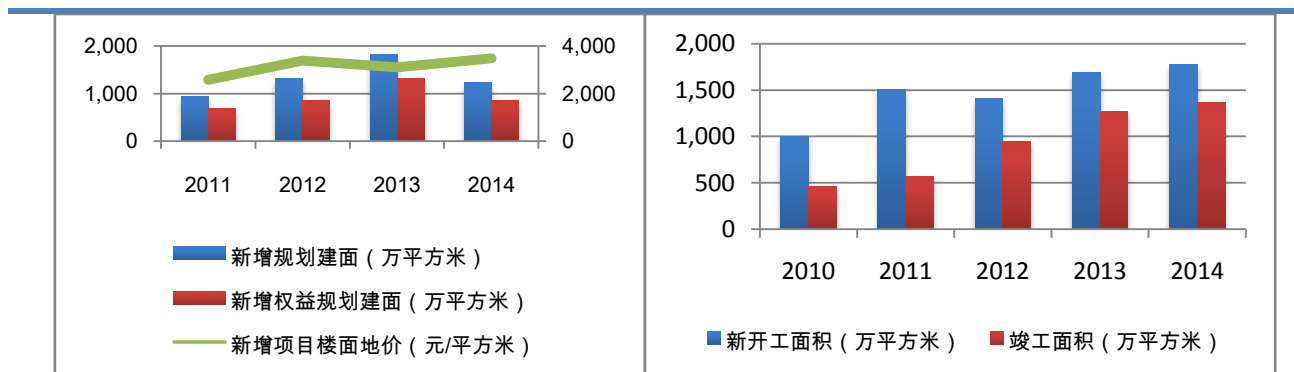
宏观经济形势持续恶化，房地产市场难以复苏。

图 1 公司过去 5 年销售情况汇总



资料来源：WIND、首创证券研发部

图 2 公司过去 5 年土地储备和施工对比



资料来源：WIND、首创证券研发部

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，10 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现